

**ОЦЕНКА СТОИМОСТИ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА****Ринат Хамитович ХАСАНОВ<sup>а</sup>\*, Анжелика Олеговна ЛАВРИНЕНКО<sup>б</sup>**

<sup>а</sup> кандидат экономических наук, доцент, заведующий кафедрой финансов и кредита, Омский филиал Финансового университета при Правительстве Российской Федерации; научный сотрудник Омского научного центра, Сибирское отделение Российской академии наук, Омск, Российская Федерация  
rinat.khasanov@gmail.com

<sup>б</sup> студентка факультета экономики, Омский филиал Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, Омск, Российская Федерация  
angelika.lavrinenko@gmail.com

\* Ответственный автор

**История статьи:**

Принята 02.09.2016  
Принята в доработанном виде 24.10.2016  
Одобрена 07.11.2016  
Доступна онлайн 15.03.2017

УДК 336.6

JEL: G12

**Ключевые слова:**

стоимость, бизнес, акция, индекс ММВБ, коэффициент Р/Е

**Аннотация**

**Тема.** Формирование цен на фондовом рынке происходит в большей степени под воздействием спроса и предложения, которые формируются на основе субъективных оценок каждого инвестора. Еще одним важным фактором является уровень финансовой грамотности населения, так как в большинстве развитых стран значительная доля вкладчиков приходится на домашние хозяйства. В статье проводится анализ стоимости российского индекса Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), определен уровень недооцененности российского фондового рынка, рассчитан коэффициент Р/Е.

**Цели.** Определить стоимость акций, входящих в индекс ММВБ, двумя способами рассчитать его стоимость, определить соотношение Р/Е индекса.

**Методология.** В работе применяются затратный и доходный подходы к оценке бизнеса: рассчитывается стоимость акций, а потом – средневзвешенная стоимость индекса.

**Результаты.** Двумя способами оценена стоимость индекса ММВБ, рассчитан коэффициент Р/Е этого индекса.

**Выводы.** Сделан вывод о недооцененности российских акций. Это говорит о том, что, с одной стороны, отечественный рынок обладает высоким потенциалом роста, а с другой – необходимы определенные действия государства для преодоления разрыва в стоимости российских акций и их иностранных аналогов.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

Фондовый рынок, как один из финансовых рынков, выполняет функцию перераспределения средств в экономике, а следовательно, является одним из важных источников финансирования субъектов экономической деятельности. Значимость данного источника подкрепляется масштабностью, так как его границы часто не ограничиваются рамками одного государства.

Проблема научной оценки российского фондового рынка пока не рассматривалась. Причина в том, что сам по себе он за почти 20 лет своей истории так и не стал аналогом зарубежного.

На Западе, особенно в США, именно через механизм фондового рынка в основном осуществляются инвестиционный процесс и движение капитала. В России же этот рынок остается в основном спекулятивным явлением, интерес к которому ограничен как у населения, так и у государства.

По данным Национальной ассоциации участников фондового рынка<sup>1</sup>, в середине 2015 г. число клиентов Московской биржи составило 980 тыс. чел. против 901 тыс. годом ранее (рост на 9%), при этом в середине 2012 г.

<sup>1</sup> Российский фондовый рынок: первое полугодие 2015. События и факты. URL: [http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2015\\_1.pdf](http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2015_1.pdf)

российские вкладчики в секторе ценных бумаг составляли 800 тыс. чел. Таким образом, на фондовом рынке России при медленном росте инвестируют менее 1% населения страны.

На информационном поле новости фондового рынка почти отсутствуют. Например, выпуски новостей на телевидении в основном включают в себя информацию о стоимости рубля и нефти, а динамика российских фондовых индексов зачастую эти программы не интересуют.

Под влиянием описанных факторов возникает сильная асимметрия информации на фондовом рынке, которая приводит к ошибочной оценке стоимости активов [1–4].

Прямо противоположна ситуация в тех же США: стоимость валюты интересует исключительно спекулянтов на рынке форекс, а вот изменения фондовых индексов, таких как S&P 500 или Dow Jones, является важнейшей новостью. По данным за 2012 г.<sup>2</sup>, 46,9% американских семей прямо или косвенно (например, через пенсионные счета) владеют акциями. А если брать все активы домохозяйств, то акции составляют около 30%<sup>3</sup> – по историческим меркам очень высокий показатель. Как видно, разница с ситуацией в России колоссальная.

Следует признать, что роль отечественного фондового рынка меньше, чем в развитых странах, где именно он выступает основным центром притяжения капитала. В одной только Америке издаются сотни журналов, работают тысячи аналитиков, создана огромная индустрия, обслуживающая фондовый рынок. В результате именно США до сих пор являются главным выгодоприобретателем от международного движения капитала.

<sup>2</sup> Share of households owning stocks declined over the last decade. URL: <http://www.epi.org/blog/share-households-owning-stocks-declined>

<sup>3</sup> Если вы владеете американскими акциями, то рискуете долларом ради пенни. URL: <http://ftinvest.ru/?id=1045&fldAction=article&fldPageArticle=9>

Американский доллар остается одной из самых сильных валют просто потому, что с его помощью можно стать акционером тысяч компаний, ценные бумаги которых продаются в США, и получать дивиденды, зарабатывать на росте стоимости.

В России ситуация иная, так как фондовый рынок не выполняет функцию аккумуляции капитала. И поэтому направление инвестиций в РФ одно – покупка иностранной валюты, так как нет альтернативы [5–9].

Дивидендная доходность российских акций низка, в результате в среднем по рынку она ниже, чем ставки по депозитам. Это в свою очередь привело к тому, что правительство и центробанк страны, по сути, ограничены в средствах и не могут проводить адаптивную денежно-кредитную политику, как это делают Федеральная резервная система США, Европейский центральный банк или Народный банк Китая.

Идущая в стране дискуссия о возможности использования средств Банка России для финансирования важных инвестиционных проектов сталкивается с главным риском – падением стоимости рубля, поскольку действительно существует высокая вероятность того, что вновь добавленные в финансовую систему страны деньги будут попросту переводиться в иностранную валюту [10–12].

Такая ситуация характерна не только для России, но и для всех стран с развивающимися рынками. Лишь долгая и кропотливая работа по развитию фондового рынка может привести к тому, что и население страны, и бизнес начнут вкладываться в отечественные ценные бумаги, а не в валюту.

Для этого целесообразно совершенствовать корпоративный менеджмент государственных корпораций, стимулировать повышение ими дивидендных выплат (что даст и значительный фискальный эффект), проводить разъяснительную работу с населением и др.

В результате того, что на рынке акций России представлено так мало отечественных инвесторов, оценка ценных бумаг очень спекулятивна и не позволяет использовать капитализацию компаний в качестве ориентира для определения стоимости бизнеса. При этом последняя становится ключевым параметром оценки эффективности менеджмента, измерения результативности решений и в целом важнейшим показателем, на который следует ориентироваться как собственникам бизнеса (акционерам), так и корпоративному менеджменту [13–15].

Следует подчеркнуть, что при определении инвестиционной стоимости акций мы исходим из аксиомы, которую сформулировали основатели фундаментального анализа Бенджамин Грэхем и Дэвид Додд в своих работах по анализу ценных бумаг. По данной аксиоме стоимость акций определяется стоимостью бизнеса компании, то есть даже если цена акции отклоняется от стоимости бизнеса в долгосрочном плане, она так или иначе к этой стоимости приходит.

Решая задачу оценки фондового рынка, мы опираемся на гипотезу о недооцененности российских акций, то есть предполагаем: они стоят значительно дешевле, чем их оценка (стоимость компаний, которые и выпустили эти акции)<sup>4</sup>.

Тот факт, что акции стоят дешевле стоимости, с одной стороны, говорит о привлекательности покупки российских бумаг, но с другой – означает, что эффективность работы отечественных компаний невелика и значительно уступает западным конкурентам (о чем, собственно, и говорит низкая цена ценных бумаг) [15–18].

В журнале «Финансовый вестник»<sup>5</sup> была представлена методология оценки стоимости акций, которую мы используем и сейчас.

<sup>4</sup> Владимирова А.Л., Кучмезов Х.Х. Совершенствование подходов к оценке справедливой стоимости акций // Человеческий капитал. 2015. № 10. С. 67–70.

<sup>5</sup> Хасанов Р.Х. Использование отраслевых коэффициентов в оценке стоимости акций на рынке ценных бумаг // Финансовый вестник. 2016. № 1. С. 58–64.

Оценка стоимости акций осуществляется при помощи затратного и доходного подходов, в том числе метода капитализации дохода и метода дисконтирования денежных потоков. Из десяти различных предположений о будущих доходах фирмы выводится итоговая оценка.

При затратном методе под инвестиционной стоимостью понимается чистая стоимость имущества фирмы по балансу. В связи с этим стоимость бизнеса рассчитывается путем вычитания из стоимости активов всех кредитов и займов. Полученная величина делится на количество акций, и в результате получается стоимость акции ( $V_a$ ).

Это наиболее консервативный метод расчета инвестиционной стоимости акции. По своей сути затратный метод оценки стоимости бизнеса предполагает определение чистой стоимости имущества фирмы и в основном применяется, когда бизнес приобретается как имущественный комплекс.

При методе капитализации дохода (доходный подход) предполагается, что оцениваемый бизнес представляет собой вечную ренту, то есть поток платежей длительностью более 30 лет. В этом случае используется формула Гордона, с помощью которой дается шесть разных прогнозов развития ситуации, базирующихся на оценке доходности инвестиции, рисков, возможного роста денежного потока (он не превышает 5% в год при расчете по всем методам).

Следующий метод расчета инвестиционной стоимости акции – метод дисконтирования денежных потоков. Его применение (доходный подход) предполагает, что приобретается бизнес, им владеют в течение определенного времени (в расчетах данный период составляет 10 лет), а потом его продают другому инвестору.

В расчете с использованием данного метода применяется ставка дисконтирования, которая

определяется по методу CAPM<sup>6</sup>. Оцениваются риски (через бета-коэффициент<sup>7</sup>) и среднерыночная доходность, кроме того, делается предположение о росте денежного потока и стоимости имущества бизнеса. После этого делается итоговая оценка стоимости по десяти проведенным расчетам.

В названной статье были определены стоимость акций некоторых компаний России, а затем и отраслевые коэффициенты, которые в целом довольно точно отражают текущую ситуацию.

Однако, выявив отраслевые коэффициенты, мы не определили главного – оценку российского фондового рынка, так как только сравнив стоимость собственно бизнеса со стоимостью акций, можно говорить о том, насколько недооценен или переоценен российский фондовый рынок.

Сам по себе он велик, и определить стоимость всех российских акций – наверное, возможно, но сложно. Кроме того, на рынке присутствует огромное количество низколиквидных бумаг, цена которых абсолютно случайна и не обоснованна. Поэтому наилучшим способом ответить на вопрос, какова стоимость российского рынка акций, будет определить стоимость индекса ММВБ. Он был основан 22 сентября 1997 г. со стартовым значением 100. Минимум был достигнут в 1998 г. – 18,53 п., максимума индекс достиг 30 ноября 2016 г. со значением свыше 2 108 п.

Принято считать, что индекс ММВБ определяет стоимость 50 крупнейших российских

<sup>6</sup> Capital Asset Pricing Model, CAPM – модель оценки финансовых активов. Используется для того, чтобы определить требуемый уровень доходности актива, который предполагается добавить к уже существующему хорошо диверсифицированному портфелю с учетом рыночного риска этого актива.

<sup>7</sup> Бета-коэффициент (бета-фактор) – показатель, рассчитываемый для ценной бумаги или портфеля ценных бумаг. Является мерой рыночного риска, отражая изменчивость доходности ценной бумаги (портфеля) по отношению к доходности другого портфеля, в роли которого часто выступает среднерыночный.

компаний, но на деле – 45. Дело в том, что привилегированные и обыкновенные акции учитываются как разные компоненты, а в случае с ОАО «АК «Транснефть» в индекс вошли только привилегированные акции.

График индекса ММВБ с 1997 г. представлен на рис. 1. Видно, что индекс за 20 лет вырос почти в 18 раз. В соответствии с экономическими циклами наблюдаются периоды спада, а также сильное снижение в 2008 г.

Интересно то, что график американского индекса S&P500, представленный на рис. 2, похож на график российского индекса ММВБ за аналогичный период. Но в отличие от российского индекса, испытывавшего отчетливое падение с 2011 г. до середины 2015 г., его американский аналог рос более уверенно. Впрочем, этого нельзя сказать о периоде конца 2015 г. – начала 2016 г., когда отечественный индекс очевидно лидировал.

Для выявления стоимости российского фондового рынка была произведена оценка стоимости акций каждой из компонент индекса ММВБ на 1 января 2016 г. Мы основывались на подходах, описанных в упомянутой статье «Использование отраслевых коэффициентов в оценке стоимости акций на рынке ценных бумаг».

В результате была получена оценка всех 50 акций индекса, рассчитаны чистая приведенная стоимость  $NPV$  и индекс прибыльности  $PI$  по каждой ценной бумаге.

Чтобы определить уровень недооцененности или переоцененности той или иной ценной бумаги, необходимо найти чистую приведенную стоимость по каждой акции:

$$NPV = V_a - P_a,$$

где  $V_a$  – стоимость акции, руб;

$P_a$  – цена акции, руб.

Например, для акций АФК «Система» данный показатель составил 84,15 руб. Это означает:

ровно на столько недооценены акции данной компании.

Ключевым показателем оценки является индекс прибыльности  $PI$ , который позволяет оценить, во сколько раз недооценена или переоценена данная бумага. Для определения  $PI$  используется следующая формула:

$$PI = V_a / P_a.$$

Для АФК «Система» данный показатель составил 5,62, что говорит о недооцененности компании в 5,62 раза, или 562%. Сводные данные об оценке всех компонентов индекса ММВБ рассчитаны с помощью прикладной программы Microsoft Excel.

Структура индекса ММВБ в разрезе отклонения справедливой стоимости акций компании от рыночной цены представлена на рис. 3.

Более половины (62%) компаний, определивших индекс ММВБ, по состоянию на 1 января 2016 г. были недооценены рынком. При этом более или менее точно рынок оценил только три компании (табл. 1).

К недооцененным фирмам можно отнести компании, значение индекса рентабельности которых больше двух. В результате нашего исследования таких выявлено 31, что составляет 62% от общего числа компаний-компонент индекса и свидетельствует о сильной недооцененности российского рынка.

Высокий индекс рентабельности говорит о том, что реальная стоимость многих компаний выше рыночной более чем в два раза (табл. 2).

Лидером этого списка является ПАО «Россети», которое недооценено рынком в 17,39 раза, а значит, акции данной компании являются потенциально наиболее привлекательными для инвесторов.

Высокая недооцененность российского фондового рынка сказывается и на экономике страны в целом. Очевидно, что потенциал

рынка, где более половины компаний-компонент одного из основных индексов недооценены, очень высок.

Количество переоцененных компаний значительно меньше, чем недооцененных, их всего 16 (табл. 3).

Лидерами переоценности являются три компании-компоненты индекса: ПАО «ТМК», ОАО «Магнит» и ПАО «Мечел». Последнее общество, согласно отчетности, из года в год демонстрирует сильное сокращение денежного потока и увеличение долгов. За 2015 г. значение собственного капитала стало отрицательным, что говорит о сильной закредитованности данной компании.

После оценки стоимости каждой организации, являющейся компонентой индекса ММВБ, было произведено сравнение значений двумя методами.

Первый представляет собой долевое сравнение стоимости акций, полученной в результате исследования, и рыночной цены данных акций (рис. 4). Сопоставление производилось по формуле

$$V_i = \sum_{i=1}^n V_a q,$$

где  $V_i$  – стоимость всех акций индекса с учетом их доли, руб.;

$n$  – норма компоненты индекса;

$q$  – доля акций данного эмитента в индексе.

Произведя расчеты по этой формуле и принимая за  $V_a$  в одном случае рыночную стоимость акций, а в другом – полученную в рамках исследования, мы получили два значения стоимости индекса ММВБ:

- стоимость индекса ММВБ исходя из рассчитанной цены акций: 1 485 502,39 руб.;
- стоимость индекса ММВБ исходя из рыночной цены акций: 882 051,22 руб.

В результате выявлено, что индекс ММВБ недооценен рынком в 1,68 раза, а следовательно, на 68% недооценен и российский рынок.

Долевое сравнение является достаточно наглядным, но неточным, так как игнорирует факторы, влияющие на значение индекса, а именно – количество акций каждой компании, находящихся в обращении, капитализацию, учитываемую в индексе, и поправочные коэффициенты. Поэтому необходимо провести более точные расчеты по методике определения индексов Московской биржи (рис. 5).

В отличие от стоимости индекса само значение его рассчитывается с учетом многих поправочных коэффициентов.

Основной формулой для расчета рублевого индекса ММВБ, согласно методике Московской биржи, является следующая:

$$I_n = MC_n / D_n,$$

где  $I_n$  – значение индекса на  $n$ -й момент расчета;

$MC_n$  – суммарная стоимость (капитализация) всех акций по состоянию на  $n$ -й момент расчета;

$D_n$  – значение делителя на  $n$ -й момент расчета индекса.

Последнее рассчитывается при изменении состава компаний-компонент индекса и на сегодня, по данным Московской биржи, составляет 4 687 999 728,03 тыс. руб.

Суммарная стоимость всех акций определяется по формуле

$$MC_n = \sum_{(i=1)}^n P_i Q_i FF_i W_i$$

где  $n$  – общее количество акций;

$P_i$  – цена  $i$ -й акции, руб.;

$Q_i$  – общее количество  $i$ -х акций одной категории (типа) одного эмитента;

$FF_i$  – поправочный коэффициент;

$W_i$  – коэффициент, ограничивающий долю капитализации  $i$ -й акции (весовой коэффициент).

Суммарная стоимость всех акций, рассчитанная по последней формуле исходя из рыночной стоимости, по состоянию на 1 января 2016 г. составила 8 262 495 205 574,89 руб., а исходя из стоимости, полученной в рамках исследования, – 17 707 513 005 319,6 руб.

По предыдущей формуле была определена стоимость индекса ММВБ исходя из исследования – 3 769,95, против 1 761,21 (значение открытия 03.01.2015). Индекс рентабельности составил 2,14. А это означает, что потенциал российского рынка выше текущего значения более чем в два раза.

Важным финансовым показателем для измерения инвестиционной привлекательности актива является коэффициент соотношения цены и прибыли (P/E). Данный показатель рассчитывается по формуле

$$P/E = P / EPS,$$

где  $P$  – рыночная стоимость акции, руб.;

$EPS$  – размер чистой прибыли в расчете на одну акцию, руб.

Для нахождения данного коэффициента также необходимо рассчитать размер чистой прибыли в расчете на одну акцию по формуле:

$$EPS = E / Q,$$

где  $E$  – чистая прибыль, руб.;

$Q$  – количество акций в обращении, шт.

В рамках данного исследования мы рассчитали P/E для всего индекса ММВБ на 1 января 2016 г. с учетом весов ценных бумаг в индексе. При этом следует отметить, что такая задача в России решалась впервые (во всяком случае, в известных авторам интернет-источниках и литературе показатель P/E индекса ММВБ не рассчитывался, имеются лишь оценочные значения).

Важным на данном этапе было исключение статистических выбросов, то есть отбраковка значений, сильно отличающихся от остальных, а значит, смещающих итоговое значение в сторону. Для этого был использован метод Н.В. Смирнова, предусматривающий отбраковку грубых статистических ошибок. По результатам проверки были исключены значения ПАО «Банк ВТБ» и ПАО «ДИКСИ Групп».

Итоговое значение P/E индекса ММВБ составило 9,37. Данный результат также можно трактовать как срок окупаемости инвестиции, то есть теоретически вложение в индекс ММВБ окупится за девять лет и три месяца.

Чтобы понять, насколько полученное значение 9,37 говорит об оценке индекса ММВБ, необходимо провести сравнение с международным аналогом (рис. 6).

Наиболее известным из мировых индексов является американский S&P 500. По данным сайта [www.multpl.com](http://www.multpl.com), отношение P/E этого индекса на 1 января 2016 г. составляло 22,17. Это в 2,36 раза выше, чем у индекса ММВБ, что косвенно (как и проведенная оценка) также говорит о том, что российский индекс явно недооценен.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что российский фондовый рынок недооценен по всем параметрам. При этом не следует забывать, что основной экономической проблемой нашей страны является отток капитала, и причина этого по большей части в том, что национальный капитал не находит места в России.

Для наших граждан покупка валюты совместно с банковским депозитом стали почти исключительными формами сбережений. Это происходит в том числе из-за того, что акции стоят дешево, а дивидендная доходность – ключевой фактор, определяющий стоимость бизнеса, – невелика.

Считаем, что причина выявленной в данной статье недооцененности состоит в том, что

компания с государственным участием выплачивают незначительные дивиденды, имея как низкий коэффициент этих выплат, так и часто заниженную чистую прибыль (учитывающую всевозможные «бумажные» расходы, которые занижают реальный финансовый результат).

Именно акции этих компаний задают тон на российском рынке. Госсектор представлен в производстве и распределении электро- и теплоэнергии, нефтегазовом секторе, машиностроении, банках, в перспективе появятся акции железнодорожных компаний. И все это составляет примерно 60–70% российского фондового рынка.

Очень значимым примером корпоративного поведения стали выплаты дивидендов государственными корпорациями по итогам 2015 г. Государство, испытывающее серьезные проблемы с бюджетом, решило все-таки настоять на серьезном повышении дивидендных выплат компаниями с государственным участием.

Правительство РФ предписало этим организациям распоряжением от 18.04.2016 № 705 выделить на дивиденды не менее 50% прибыли. То есть декларировалось, что дивиденды госкомпаний должны были серьезно вырасти.

Так, по расчету согласно данному документу, дивиденд «Газпрома» должен был составить 16,62 руб. на акцию. Однако реально выплаты составили 7,8 руб., что на 54% меньше расчетного и составляет только 23% от прибыли компании (по Международным стандартам финансовой отчетности). Аналогичный показатель у «Роснефти» равен 35%, у Сбербанка – 20%. Почему же компании не заплатили дивиденды, как того хотел их основной акционер?

Не будем углубляться в поиск причин – и без того очевидно, что отношения с акционерами являются одной из значительных проблем в российском корпоративном менеджменте.

Однако почему при столь высокой капитализации уровень дивидендной доходности в США (около 3%) не сильно отстает от подобного уровня на российском рынке? Например, дивидендная доходность того же «Газпрома» составляет 5,2%. У гораздо более дорогой Exxon Mobil аналогичный показатель равен 3,2%, у Chevron Corporation – 3,9%, а у British Petroleum – 5,5%.

Все дело в том, что «Газпром» отдает на дивиденды значительно меньшую долю прибыли. Если бы он, как и его иностранные конкуренты, например Royal Dutch Shell, отдавал на дивиденды 80–100% прибыли (а в некоторые годы у Shell дивиденд был даже больше прибыли), то дивиденд «Газпрома» составил бы около 60 руб. на акцию, давая 40% годовых. Это неминуемо привело бы к значительному росту стоимости

акций компании, а значит, и всего российского фондового рынка.

Таким образом, именно отношения с акционерами являются одной из главных проблем российских компаний с государственным участием. Высокий уровень дивидендных выплат позволил бы решить не только фискальные проблемы государства, но и способствовал бы притоку капитала в страну. Российский рынок акций показал бы значительный рост, что породило бы оптимизм и стимулировало развитие экономики страны за счет роста инвестиций.

Рост рынка акций, вызванный высокими доходностями, создавал бы не «пузырь», а устойчивые возможности, в том числе для населения, в смысле сохранения собственных денежных средств внутри страны.



**Таблица 1****Акции, справедливо оцененные рынком****Table 1****Fairly valued stocks**

Код	$V_a$	$P_a$	NPV	PI
AKRN	3 499,85	3 779	-279,15	0,93
EONR	3,23	3,18	0,05	1,02
SBER	104,43	101,26	3,17	1,03

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

**Таблица 2****Недооцененные акции****Table 2****Undervalued stocks**

Код	$V_a$	$P_a$	NPV	PI
AFKS	99,88	17,65	82,23	5,66
AGRO	2 181,75	995	1 186,75	2,19
BANE	4 968	1 998	2 970	2,49
BANEP	4 968	1 715	3 253	2,9
DIXY	628,62	303	325,62	2,07
FEES	0,51	0,06	0,45	8,5
GAZP	529,46	136,09	392,86	3,89
GCHE	1 239,51	1 040	199,51	1,19
HYDR	1,51	0,68	0,83	2,22
IRAO	4,21	1,11	3,1	3,79
LKOH	6 448,31	2 345,9	4 102,41	2,75
LSRG	1 010,17	673	337,17	1,5
MAGN	24,01	18,88	5,13	1,27
MFON	1 467,46	850	617,46	1,73
MOEX	125,49	91,4	34,09	1,37
MTSS	614,66	210	404,66	2,93
MVID	416,44	268,5	147,94	1,55
NKNC	59,06	44,6	14,46	1,32
NLMK	113,31	62,6	50,71	1,81
PHTS	2 811,39	1 080	1 731,39	2,6
ROSN	731,08	253,25	477,83	2,89
RTKM	232,36	90,55	141,81	2,57
RTKMP	232,36	69,05	163,31	3,37
RTSI	8	0,46	7,54	17,39
RUAL	31,79	22,5	9,29	1,41
SBERP	104,43	76,5	27,93	1,37
SNGS	228,42	33,98	194,44	6,72
SNGSP	228,42	44,23	184,19	5,16
TATN	512,99	317,6	195,39	1,62
TATNP	512,99	199,1	313,89	2,58
TRNFP	352 570,42	194 000	158 570,42	1,82

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

**Таблица 3****Переоцененные акции****Table 3****Overvalued stocks**

<b>Код</b>	<b><math>V_a</math></b>	<b><math>P_a</math></b>	<b><math>NPV</math></b>	<b><math>PI</math></b>
AFLT	43,94	56,1	-12,16	0,78
ALRS	38,42	55,94	-17,52	0,69
CHMF	330,83	609,5	-278,67	0,54
GMNK	5 341,94	9 150	-3 808,06	0,58
LNTA	314,49	498	-183,51	0,63
MGNT	132,88	11 228	-11 095,12	0,01
MTLR	-572,86	64,9	-637,76	-8,83
NVTK	299,64	591	-291,36	0,51
PHOR	2 172,86	2 821	-648,14	0,77
PIKK	162,8	219	-56,2	0,74
POLY	284,66	622	-337,34	0,46
TRMK	0,67	60,55	-59,88	0,01
VSMO	5 212,84	12 360	-7 147,16	0,42
VTBR	0,01	0,08	-0,07	0,13
YNDX	606,68	1 147	-540,32	0,53
URKA	44,05	177	-132,95	0,25

*Источник:* авторская разработка

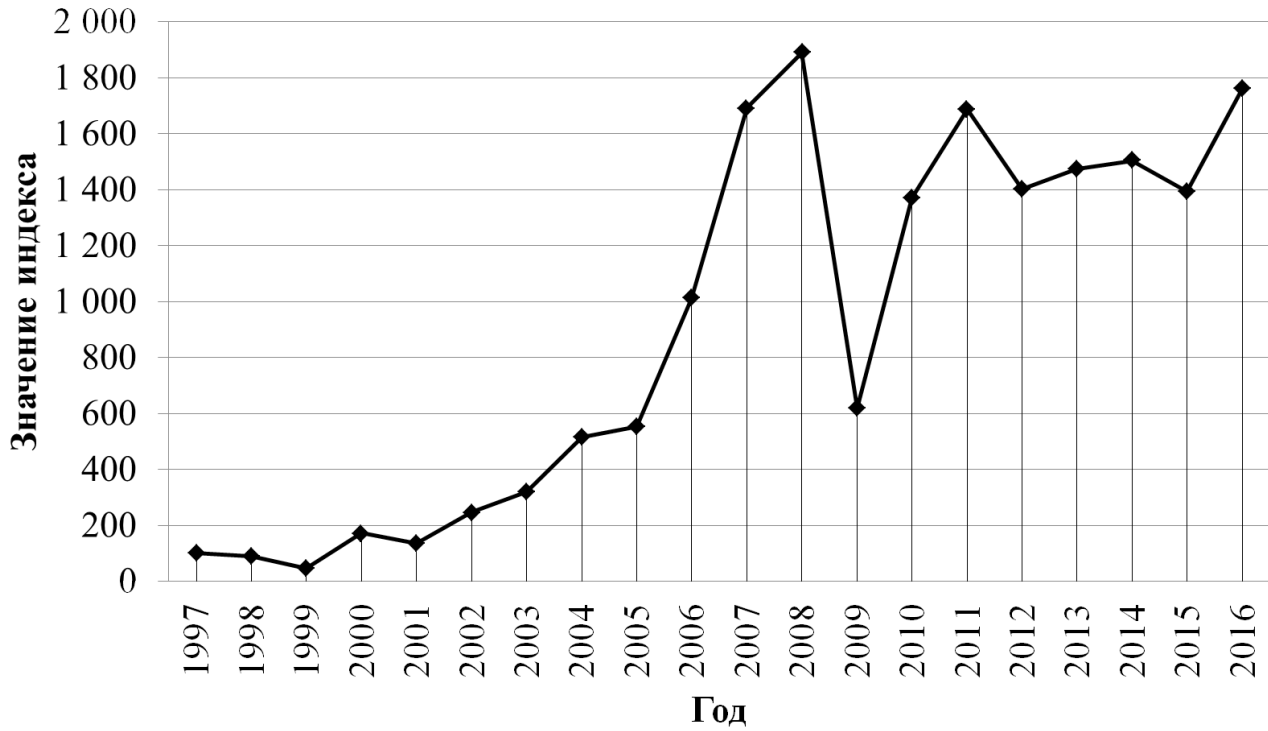
*Source:* Authoring

**Рисунок 1**

**График индекса ММВБ за весь период**

**Figure 1**

**Schedule of the MICEX index for the entire period**



*Источник:* авторская разработка

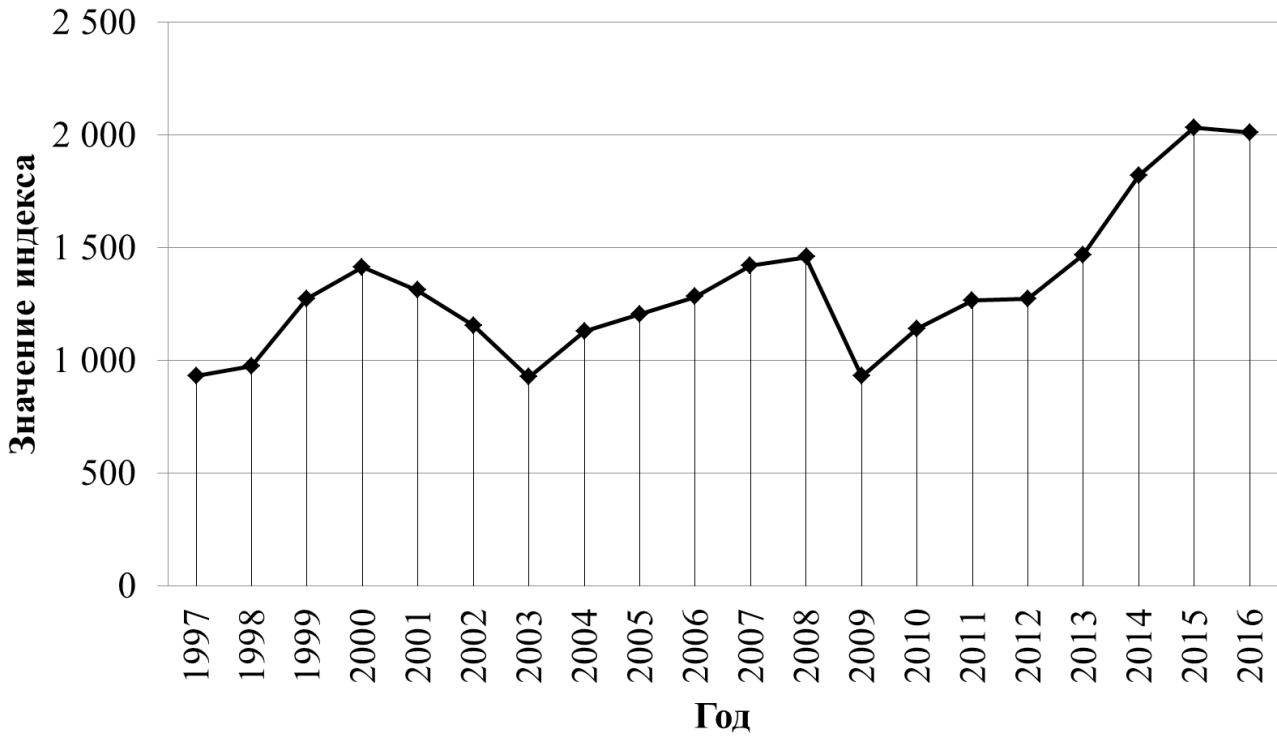
*Source:* Authoring

**Рисунок 2**

**График индекса S&P 500 с 1997 г.**

**Figure 2**

**Schedule of S&P 500 since 1997**



*Источник:* авторская разработка

*Source:* Authoring

**Рисунок 3**

**Структура индекса ММВБ в разрезе оценки составляющих его фирм**

**Figure 3**

**Structure of the MICEX index by value of MICEX firms**



*Источник:* авторская разработка

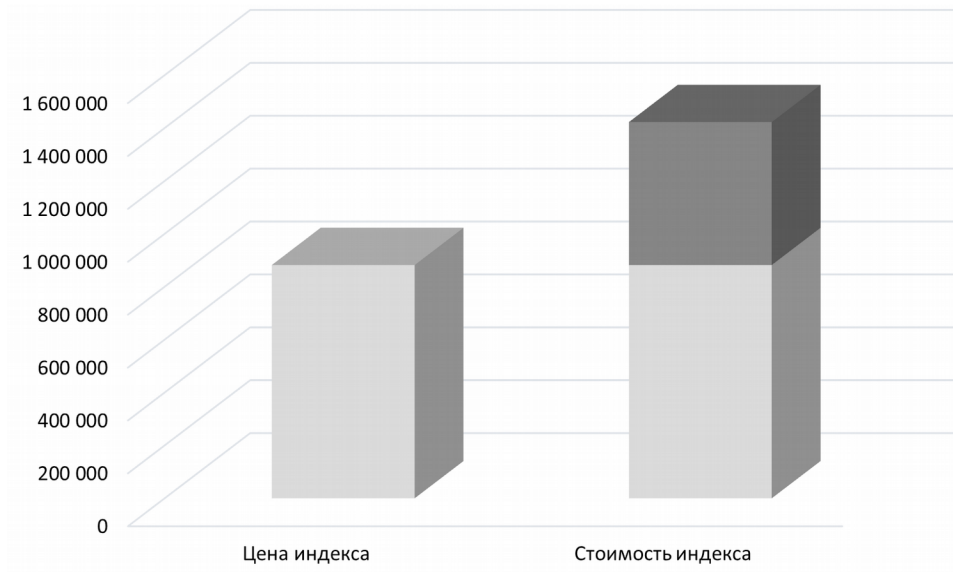
*Source:* Authoring

**Рисунок 4**

**Оценка индекса ММВБ методом долевого сравнения**

**Figure 4**

**Valuation of the MICEX index by the comparables approach**



*Источник:* авторская разработка

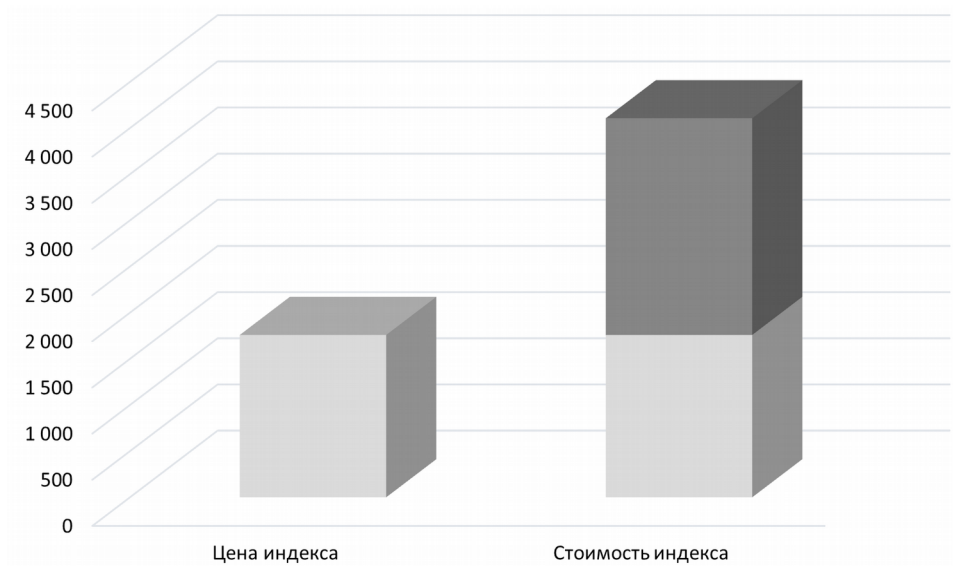
*Source:* Authoring

**Рисунок 5**

**Оценка индекса ММВБ методом расчета его значений**

**Figure 5**

**Valuation of the MICEX index by assessment of the MICEX indices**



*Источник:* авторская разработка

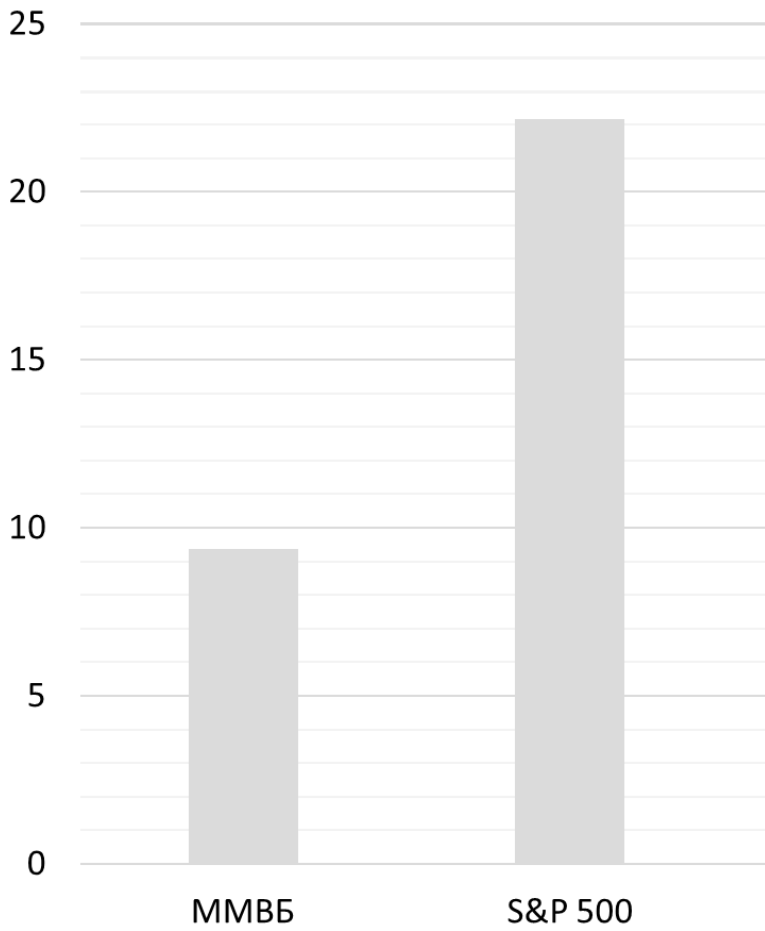
*Source:* Authoring

**Рисунок 6**

**Р/Е индексов ММВБ и S&P 500**

**Figure 6**

**Price-to-Earnings ratio, MICEX index and S&P 500**



*Источник:* авторская разработка

*Source:* Authoring

**Список литературы**

1. *Klarman S.A.* Margin of Safety: Risk-Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor. Harper Collins, 1991, p. 249.
2. *Graham B., Zweig J., Buffet W.E.* The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing. A Book of Practical Counsel. Harper Business, 2006, 640 p.
3. *Аликперова Н.В.* Динамика инвестиционно-сберегательной активности населения России // Народнонаселение. 2015. № 3. С. 85–92.
4. *Антохонова И.В., Чойжалсанова А.Ц.* Анализ пространственного распределения трансформации экономических ресурсов домашних хозяйств региона // Фундаментальные исследования. 2015. № 12-5. С. 975–980.
5. *Бобок В.С.* Расчет стоимости акции по моделям дисконтирования дивидендов // Финансовый менеджмент. 2015. № 2. С. 21–31.
6. *Богатырев С.Ю.* Основные направления использования современных информационных систем для оценки стоимости акций // Кибернетика и программирование. 2014. № 3. С. 36–54. URL: [http://e-notabene.ru/kp/article\\_12009.html](http://e-notabene.ru/kp/article_12009.html).
7. *Болдарева Ю.О.* Российский фондовый рынок: приоритеты развития в сложившейся политической ситуации // Ученые записки Российской Академии предпринимательства. 2015. № 42. С. 182–187.
8. *Бусыгин Ю.Н., Бусыгин Д.Ю.* Использование модели Гордона в оценке акций: прибыли и инвестиционные возможности / Актуальные проблемы социально-экономического развития предприятий, отраслей, комплексов: м-лы науч.-практ. конф. Красноярск: Научно-инновационный центр, 2015. С. 77–83.
9. *Валишина А.М., Рабцевич А.А.* Российский фондовый рынок. Тенденции развития // Экономика и социум. 2013. № 2-1. С. 282–284. URL: [http://iupr.ru/domains\\_data/files/sborniki\\_jurnal/Zhurnal%20\\_2\(7\)%20-%201%20.pdf](http://iupr.ru/domains_data/files/sborniki_jurnal/Zhurnal%20_2(7)%20-%201%20.pdf).
10. *Володин С.Н., Сорокин И.А.* Формирование высокодивидендных портфелей на российском фондовом рынке // Управление корпоративными финансами. 2014. № 6. С. 382–390.
11. *Ворошилова И.В., Федоренко С.А.* Влияние санкций на российский фондовый рынок // Новая наука: опыт, традиции, инновации. 2015. № 6. С. 276–278.
12. *Давнис В.В., Коротких В.В.* Российский фондовый рынок: вызов глобализации / Экономическое прогнозирование: модели и методы: м-лы науч.-практ. конф. Воронеж: ВГУ, 2014. С. 217–222.
13. *Елисеев В.М.* Мера достоверности результатов оценки рыночной стоимости // Вопросы оценки. 2014. № 2. С. 9–20.
14. *Захарюта А.А., Лавриненко А.О.* Проблемы стимулирования инвестиционной активности домашних хозяйств на финансовых рынках / Потенциал социально-экономического развития Российской Федерации в новых экономических условиях: м-лы науч.-практ. конф. М.: Московский университет им. С.Ю. Витте, 2015. С. 179–188.
15. *Кашин С.В.* Российский фондовый рынок: особенности структуры и потенциал развития // Финансы. 2014. № 11. С. 76–80.



16. *Климцов Н.А.* Анализ и оценка стоимости акций / Современные организационно-экономические тенденции и проблемы развития европейского Севера: м-лы науч.-практ. конф. Мурманск: Мурманский государственный технический университет, 2015. С. 206–210.
17. *Коновалова И.А., Феоктисова М.А.* Современные кризисы фондовых рынков: зарубежная и российская практика // Вестник магистратуры. 2016. № 4-2. С. 6–7.
18. *Кулаков Ю.С.* Российский фондовый рынок в условиях западных санкций / Россия в новых социально-экономических и политических реалиях: проблемы и перспективы развития: м-лы науч.-практ. конф. СПб: СГЭУ, 2015. С. 70–74.

### **Информация о конфликте интересов**

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке сведений, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

## VALUATION OF THE RUSSIAN STOCK MARKET

Rinat Kh. KHASANOV<sup>a,\*</sup>, Anzhelika O. LAVRINENKO<sup>b</sup><sup>a</sup> Financial University under Government of Russian Federation, Omsk Branch, Omsk, Russian Federation  
rinat.khasanov@gmail.com<sup>b</sup> Financial University under Government of Russian Federation, Omsk Branch, Omsk, Russian Federation  
angelika.lavrinenko@gmail.com

\* Corresponding author

**Article history:**

Received 2 September 2016

Received in revised form

24 October 2016

Accepted 7 November 2016

Available online

15 March 2017

**JEL classification:** G12**Keywords:** value, business, stock, MICEX index, Price-to-Earnings ratio**Abstract****Importance** The article analyzes the value of the Russian MICEX index, determines the extent to which the Russian stock market is underestimated, and assesses the Price-to-Earnings ratio.**Objectives** The research measures the value of stocks included into the MICEX index. We pursue using two valuation methods and assessing Price-to-Earnings ratio.**Methods** The research applies the cost and discounted cash flow methods to business valuation by measuring the value of stocks and the weighted average cost of the index.**Results** As the main results of the research, we measured the value of the MICEX index, Price-to-Earnings ratio of the MICEX index using two methods, thus concluding on the undervalued nature of the Russian stock market.**Conclusions and Relevance** We conclude that the Russian stocks are undervalued. It means that the Russian market has a big potential for growth, on the one hand, but there should be certain attempts of the State to cover the gap between the value of the Russian stocks and foreign ones, on the other hand.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

**References**

1. Klarman S.A. *Margin of Safety: Risk-Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor*. Harper Collins, 1991, 249 p.
2. Graham B., Zweig J., Buffet W.E. *The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing. A Book of Practical Counsel*. Harper Business, 2006, 640 p.
3. Alikperova N.V. [Trends in investment and saving activities of the Russian population]. *Narodonaselenie = Population*, 2015, no. 3, pp. 85–92. (In Russ.)
4. Antokhonova I.V., Choizhalsanova A.Ts. [Analyzing spatial distribution and transformation of economic resources of the region's households]. *Fundamental'nye issledovaniya = Fundamental Research*, 2015, no. 12-5, pp. 975–980. (In Russ.)
5. Bobok V.S. [Measuring the value of stocks using dividend discount models]. *Finansovyi menedzhment = Financial Management*, 2015, no. 2, pp. 21–31. (In Russ.)
6. Bogatyrev S.Yu. [Principal areas of using modern information systems for valuation of shares]. *Kibernetika i programirovanie*, 2014, no. 3, pp. 36–54. (In Russ.) Available at: [http://e-notabene.ru/kp/article\\_12009.html](http://e-notabene.ru/kp/article_12009.html).

7. Boldareva Yu.O. [The Russian stock market: development priorities in the current political situation]. *Uchenye zapiski Rossiiskoi Akademii predprinimatel'stva = Scientific Notes of Russian Academy of Entrepreneurship*, 2015, no. 42, pp. 182–187. (In Russ.)
8. Busygin Yu.N., Busygin D.Yu. [The use of the Gordon growth model for valuation of shares: profit and investment opportunities]. *Aktual'nye problemy sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiya predpriyatii, otraslei, kompleksov: materialy nauchnoi konferentsii* [Proc. Sci. Conf. Current Issues of Socio-Economic Development of Entities, Industries, Complexes]. Krasnoyarsk, Nauchno-innovatsionnyi tsentr Publ., 2015, pp. 77–83.
9. Valishina A.M., Rabtsevich A.A. [The Russian stock market: Development trends]. *Ekonomika i sotsium*, 2013, no. 2-1, pp. 282–284. (In Russ.) Available at: [http://iupr.ru/domains\\_data/files/sborniki\\_jurnal/Zhurnal%20\\_2\(7\)%20-%201%20.pdf](http://iupr.ru/domains_data/files/sborniki_jurnal/Zhurnal%20_2(7)%20-%201%20.pdf).
10. Volodin S.N., Sorokin I.A. [Formation of high dividend portfolio in the Russian stock market]. *Upravlenie korporativnymi finansami = Corporate Finance Governance*, 2016, no. 6, pp. 382–390. (In Russ.)
11. Voroshilova I.V., Fedorenko S.A. [An impact of sanctions on the Russian stock market]. *Novaya nauka: opyt, traditsii, innovatsii = New Science: Experience, Tradition, Innovation*, 2015, no. 6, pp. 276–278. (In Russ.)
12. Davnis V.V., Korotkikh V.V. [The Russian stock market: the challenge of globalization]. *Ekonomicheskoe prognozirovaniye: modeli i metody: materialy nauchnoi konferentsii* [Proc. Sci. Conf. Economic Forecasting: Models and Methods]. Voronezh, VSU Publ., 2014, pp. 217–222.
13. Eliseev V.M. [The reliability criterion for measurement of the market value]. *Voprosi Ocenki*, 2014, no. 2, pp. 9–20. (In Russ.)
14. Zakharyuta A.A., Lavrinenko A.O. [Issues of stimulating investment activities of households in financial markets]. *Potentsial sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiya Rossiiskoi Federatsii v novykh ekonomicheskikh usloviyakh: materialy nauchnoi konferentsii* [Proc. Sci. Conf. The Potential for Socio-Economic Development of the Russian Federation in New Economic Conditions]. Moscow, Moscow Witte University Publ., 2015, pp. 179–188.
15. Kashin S.V. [The Russian stock market: specifics of its structure and the potential for development]. *Finansy = Finance*, 2014, no. 11, pp. 76–80. (In Russ.)
16. Klimtsov N.A. [Analysis and valuation of shares]. *Sovremennye organizatsionno-ekonomicheskie tendentsii i problemy razvitiya evropeiskogo Severa: materialy nauchnoi konferentsii* [Proc. Sci. Conf. Modern Organizational and Economic Trends and Problems of Development of the European North]. Murmansk, MSTU Publ., 2015, pp. 206–210.
17. Konovalova I.A., Feoktissova M.A. [Contemporary crises in stock markets: foreign and Russian practices]. *Vestnik magistratury = Bulletin of the Master's Course*, 2016, no. 4-2, pp. 6–7. (In Russ.)

18. Kulakov Yu.S. [The Russian stock market under the Western sanctions]. *Rossiia v novykh sotsial'no-ekonomicheskikh i politicheskikh realiyakh: problemy i perspektivy razvitiya: materialy nauchnoi konferentsii* [Proc. Sci. Conf. Russia in New Socio-Economic and Political Realities: Problems and Prospects]. St. Petersburg, Saint-Petersburg State University of Economics Publ., 2015, pp. 70–74.

### **Conflict-of-interest notification**

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.